中国不動産バブルについて

中国の不動産バブルはどのように形成されたのか
中国の不動産バブルはなぜ崩壊しないのか
発表者：So

世界で住宅が最も高い都市

ランキング	都市	市内中心部のマンション購入価格 （平方メートルあたり・日本円）
1	Hong Kong, Hong Kong (China)	4334496.78
2	Zurich, Switzerland	3665410.62
3	Seoul, South Korea	3151670.99
4	Singapore, Singapore	2978067.74
5	Geneva, Switzerland	2851042.76
6	Shanghai, China	2516920.92
7	London, United Kingdom	2436303.85
8	Shenzhen, China	2409794.11
9	Beijing, China	2367432.48
10	Tel Aviv-Yafo, Israel	2310166.03
11	New York, NY, United States	2259484.92
65	Tokyo, Japan	1094252.60

出典：Numbeo
https://www.numbeo.com/cost-of-living/prices_by_city.jsp?itemId=100&displayCurrency=JPY

世界の地王（不動産王）2020年1月

ランキング	名前	国
28	許家印	中国
35	李兆基	香港
36	楊惠妍家族	中国
77	Donald Bren	米国
78	劉鑾雄	香港
96	王健林	中国
104	郭鄺肖卿	香港
109	呉亜軍家族	中国
128	孫宏斌	中国
130	許榮茂	香港

出典:
フォーブス・リアルタイム億万長者ランキング
http://web.archive.org/web/20200101223204/https://www.forbes.com/real-time-billionaires/#139ccd7a3d78

構成

1. 中国不動産業界の紹介
2. 中国不動産バブル形成の理由:マクロ経済学の視点から
3. 不動産購入者へのインタビュー

中国不動産業界の紹介

中国不動産の歴史

1980年代、中央政府の赤字問題

1994年、分税制改革

1998年、中国住宅改革（香港の「土地批租制度」を導入）

2001年、世界貿易機関（WTO）加入・経済成長・世界工場

2008年、リーマンショック、中国の「4兆元景気対策」

2015年、「漲価去庫存」、「棚改貨幣化」

2016年以降、「房住不炒」、「限房令」など（規制政策）

不動産規制政策の朝令暮改

中共中央政治局会议中房地产相关表述一览

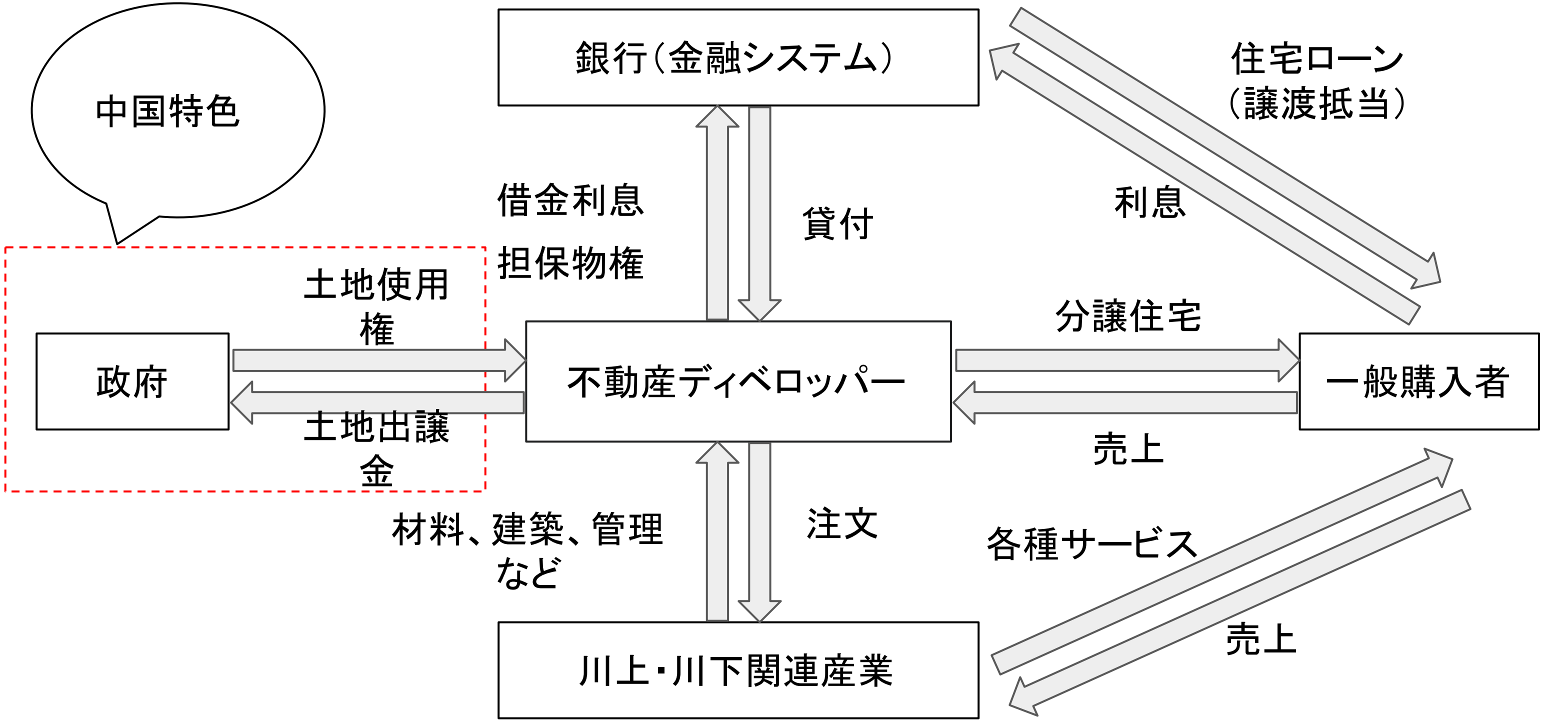
时间	中共中央政治局会议中房地产相关表述
2023/07	要切实防范化解重点领域风险，**适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策**，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展 要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产
2023/04	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设 规划建设保障性住房
2022/12	未提及
2022/07	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022/04	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2021/12	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环
2021/07	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期，促进房地产市场平稳健康发展，加快发展租赁住房，落实用地、税收等支持政策
2021/04	要坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，增加保障性租赁房屋和共有房屋供应，防止以学区房等名义炒作住房
2020/12	促进房地产市场平稳健康发展
2020/07	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展
2020/04	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展

中国共産党中央政治局会議中不動産関連の記述

中国不動産市場の需給が大きく変化する新たな状況に適応し、適切なタイミングで不動産政策を調整・最適化する。

不動産は投資商品ではなく、住むためのもの

不動産関連アクター



中国特色
銀行（金融システム）
住宅ローン
（譲渡抵当）
利息
借金利息
担保物権
貸付
土地使用
権
政府
土地出譲
金
不動産ディベロッパー
分譲住宅
売上
一般購入者
材料、建築、管理
など
注文
各種サービス
売上
川上・川下関連産業

ここまで価格高騰してきた6つの理由

１、グローバライゼーションの時代と経済成長

２、土地出譲金の高騰（地方政府の願望）

３、量的緩和緩和政策（金融システム）

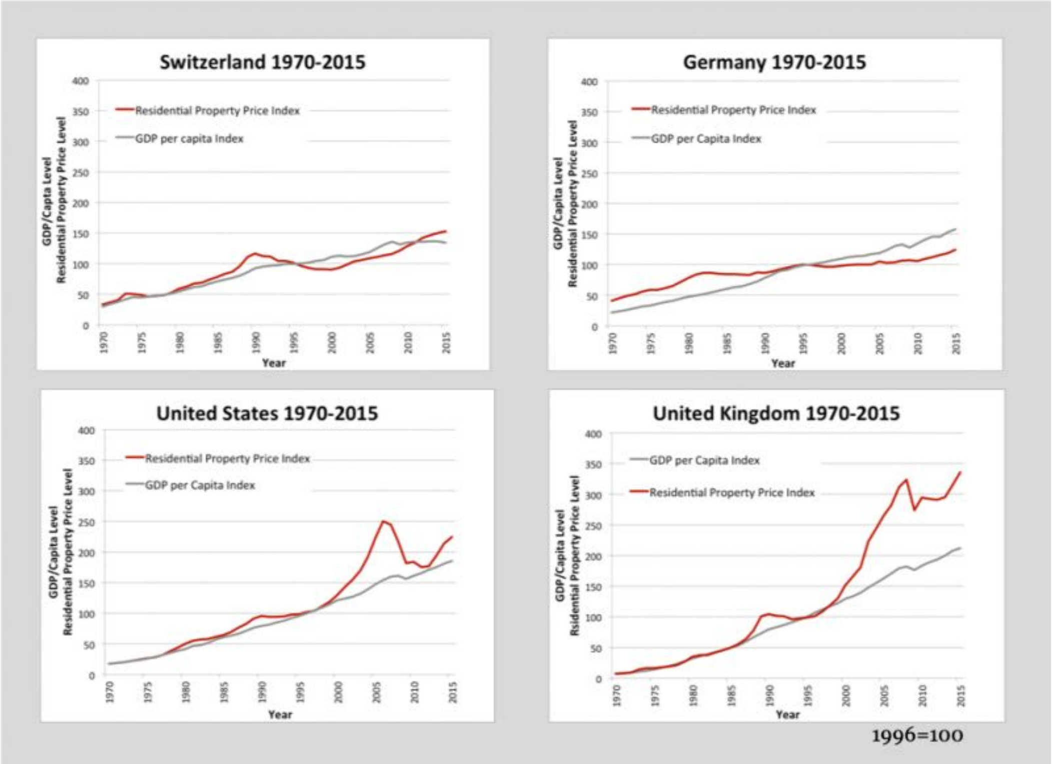
４、人口の多さ⇨需要が高い

５、投資選択肢のなさ

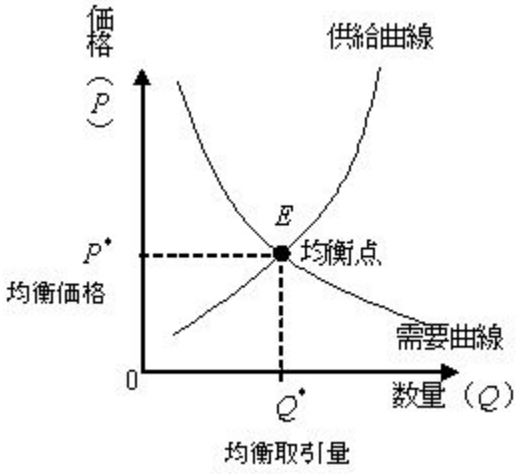
６、ポジティブ・フィードバック

グローバライゼーションの時代と経済成長

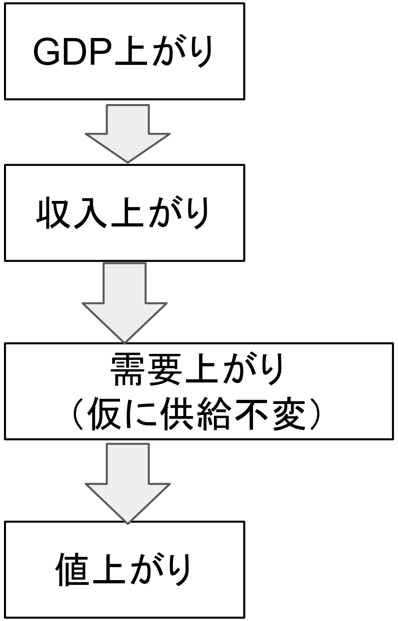




グローバライゼーションの時代と経済成長（理由）



Wikipedia：「需要と供給」



不動産と地方政府

地方政府の収入源：

1、土地出譲金

（土地の使用権の賃借、払い下げ）

2、地方債・城投債

（信用の裏付けは土地所有権）

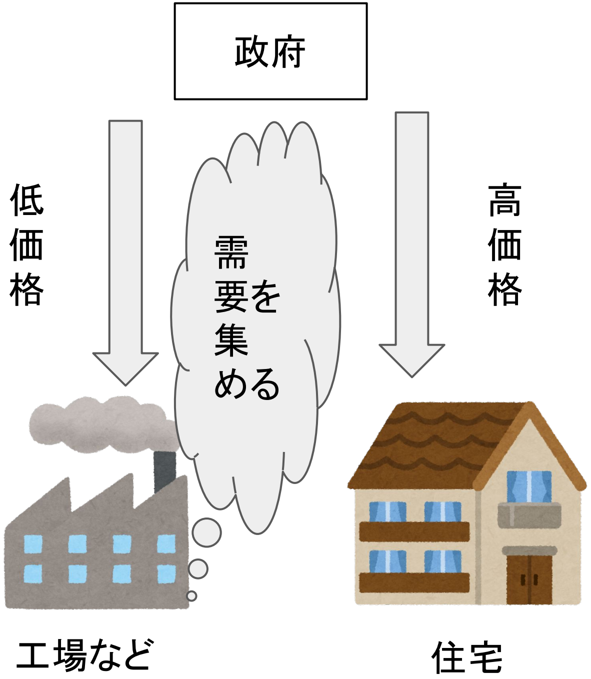


1999年：514億
2021年：87051億
150倍

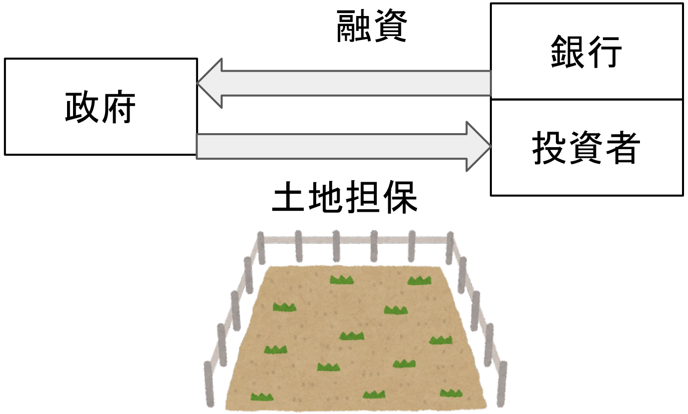
出典：国家統計局

地方政府収入創出の仕組み

土地出譲金



債務

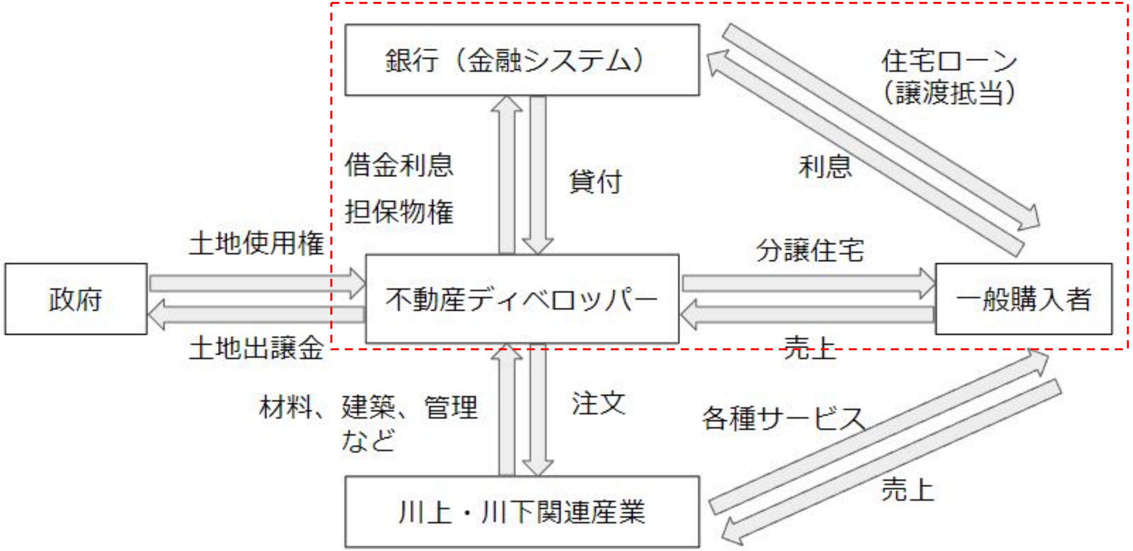


量的緩和緩和政策関連
不動産と金融システム

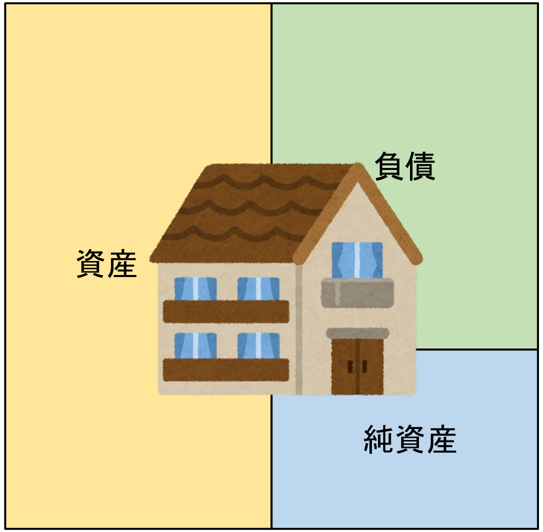
１、銀行は不動産を信用担保としている。

２、量的緩和政策の一部

信用担保としての不動産



銀行の賃借対照表（B/S）

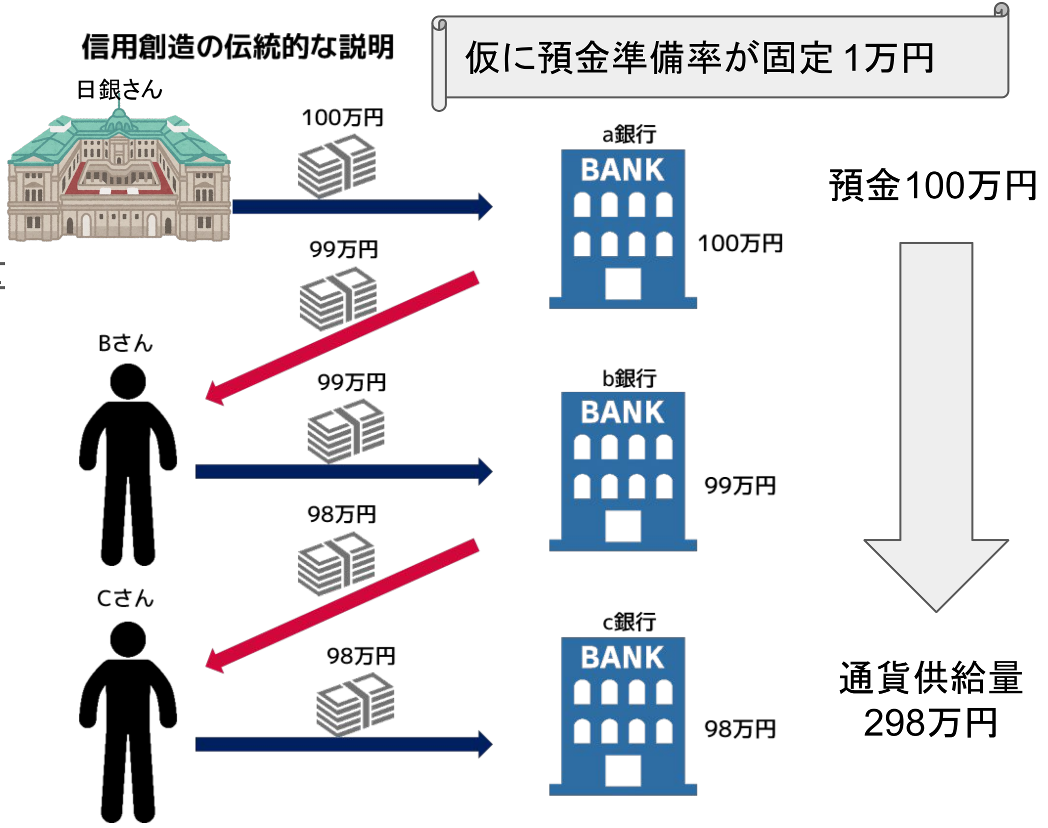


量的緩和政策

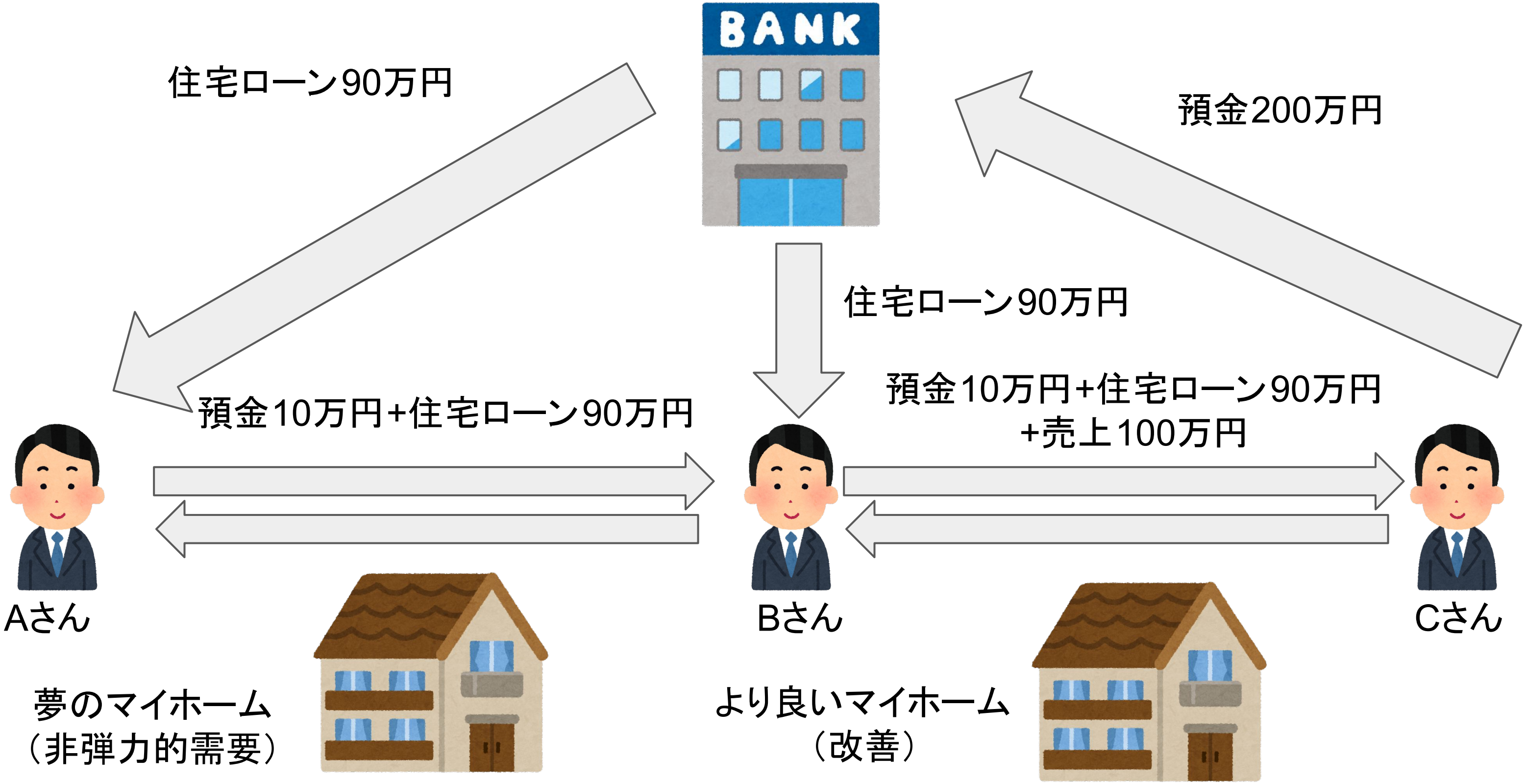
定義:

中央銀行が市場に供給する資金の量を増やすことで、金融市場の安定や景気回復を図る政策。

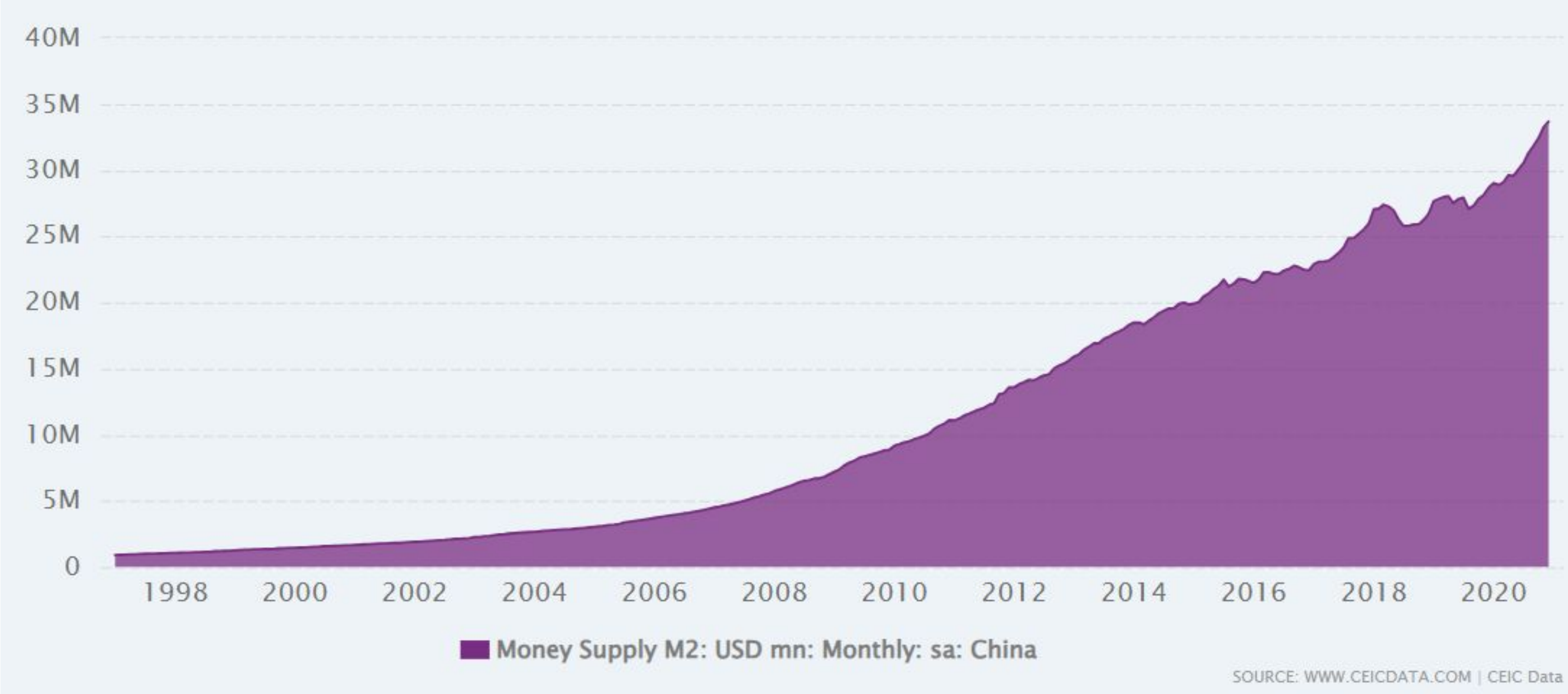
出典:野村證券・証券用語解説



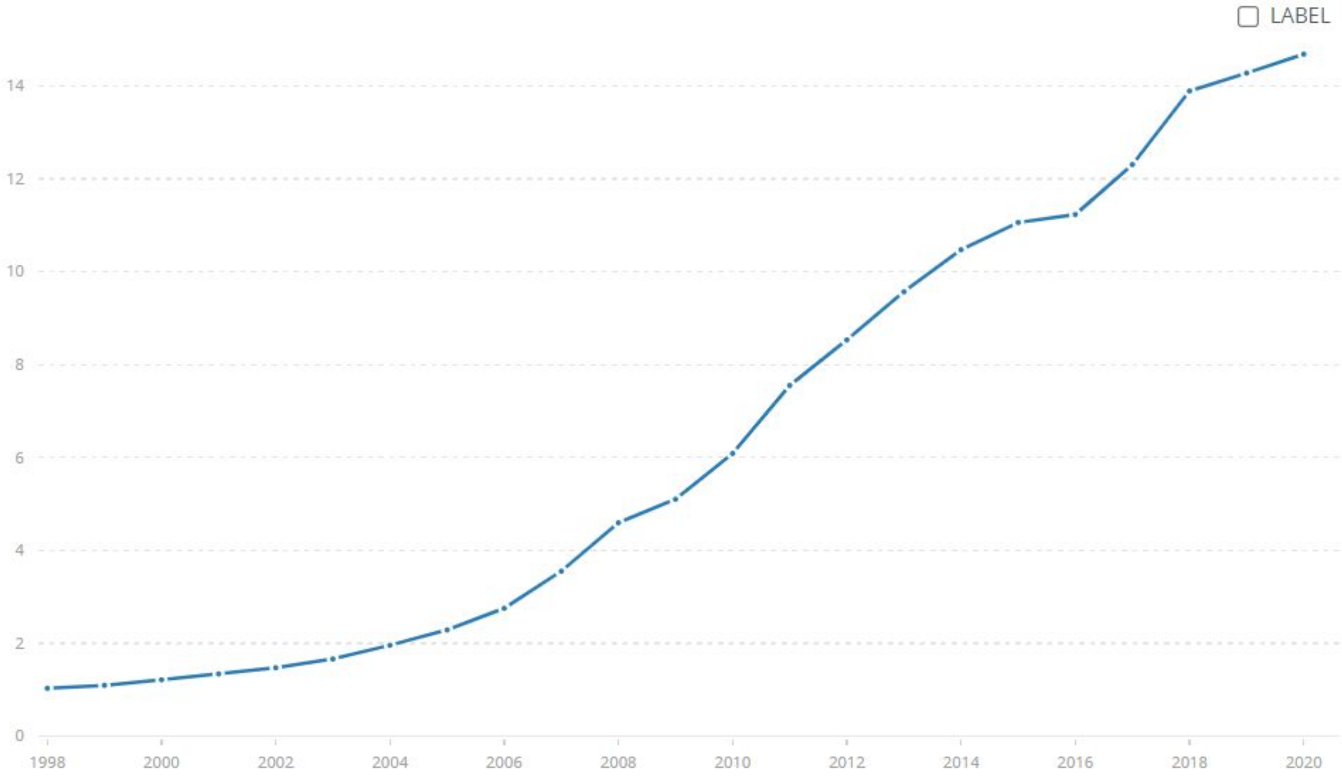
不動産の信用創造メカニズム



中国のマネーサプライ

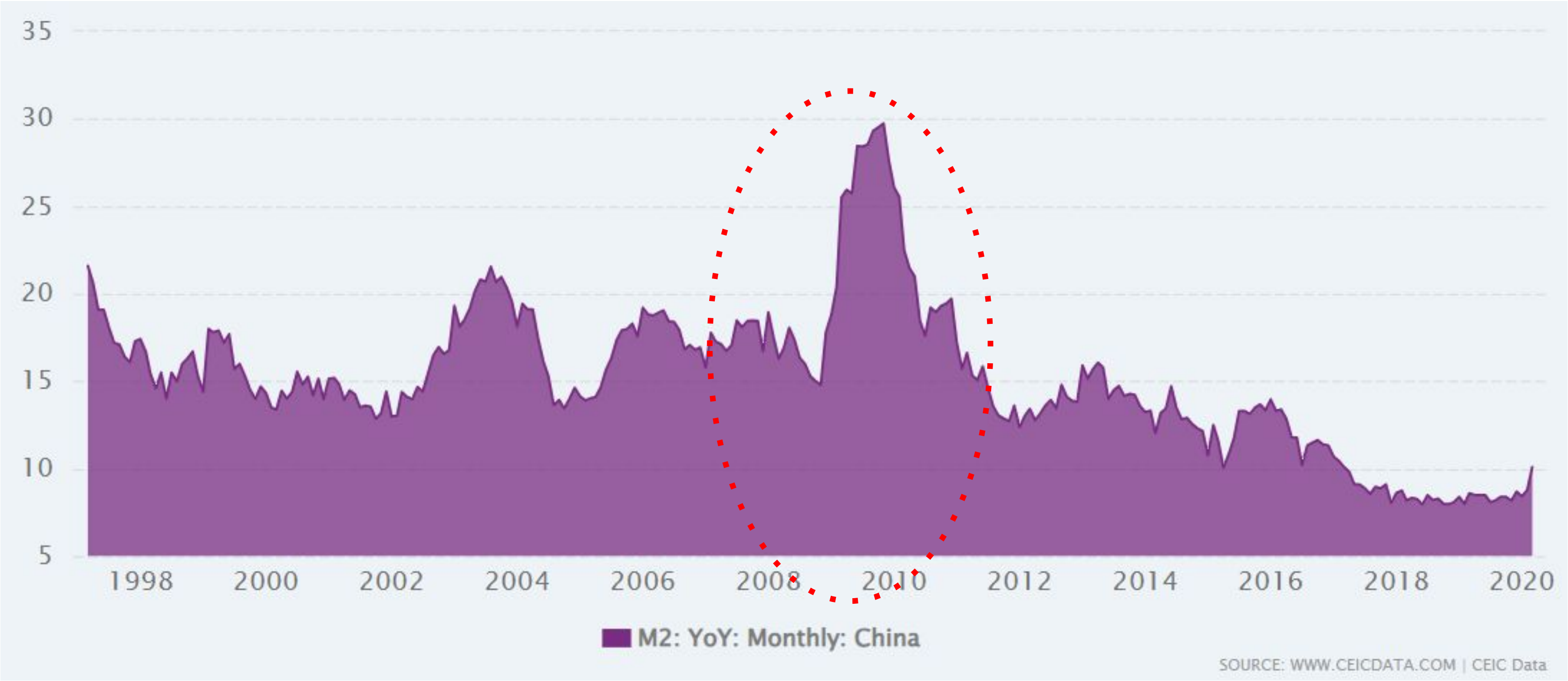

40M
35M
30M
25M
20M
15M
10M
5M
0
1998
2000
2002
2004
2006
2008
2010
2012
2014
2016
2018
2020
Money Supply M2: USD mn: Monthly: sa: China
SOURCE: WWW.CEICDATA.COM | CEIC Data

中国のGDP

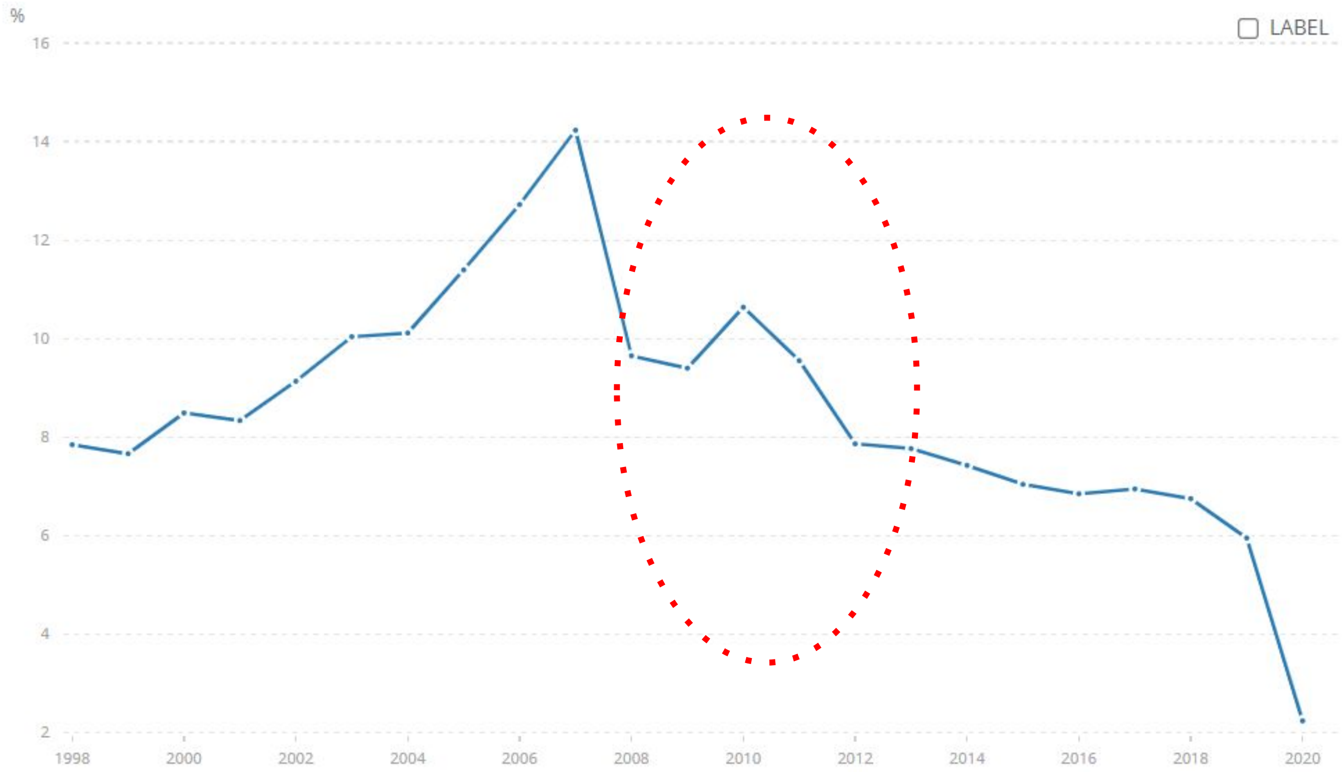


LABEL
14
12
10
8
6
4
2
0
1998
2000
2002
2004
2006
2008
2010
2012
2014
2016
2018
2020

中国のマネーサプライ成長率



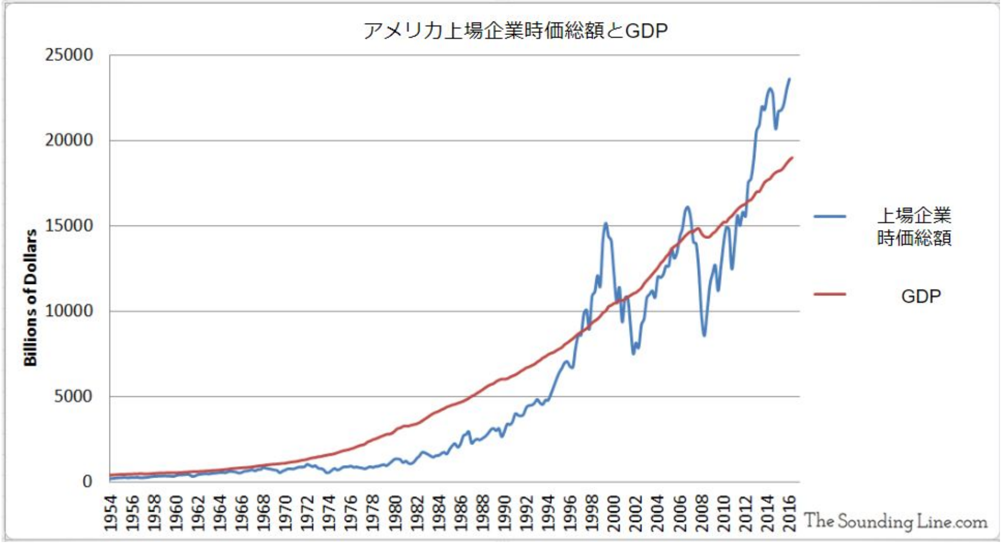
中国のGDP成長率



%
LABEL
16
14
12
10
8
6
4
2
1998
2000
2002
2004
2006
2008
2010
2012
2014
2016
2018
2020

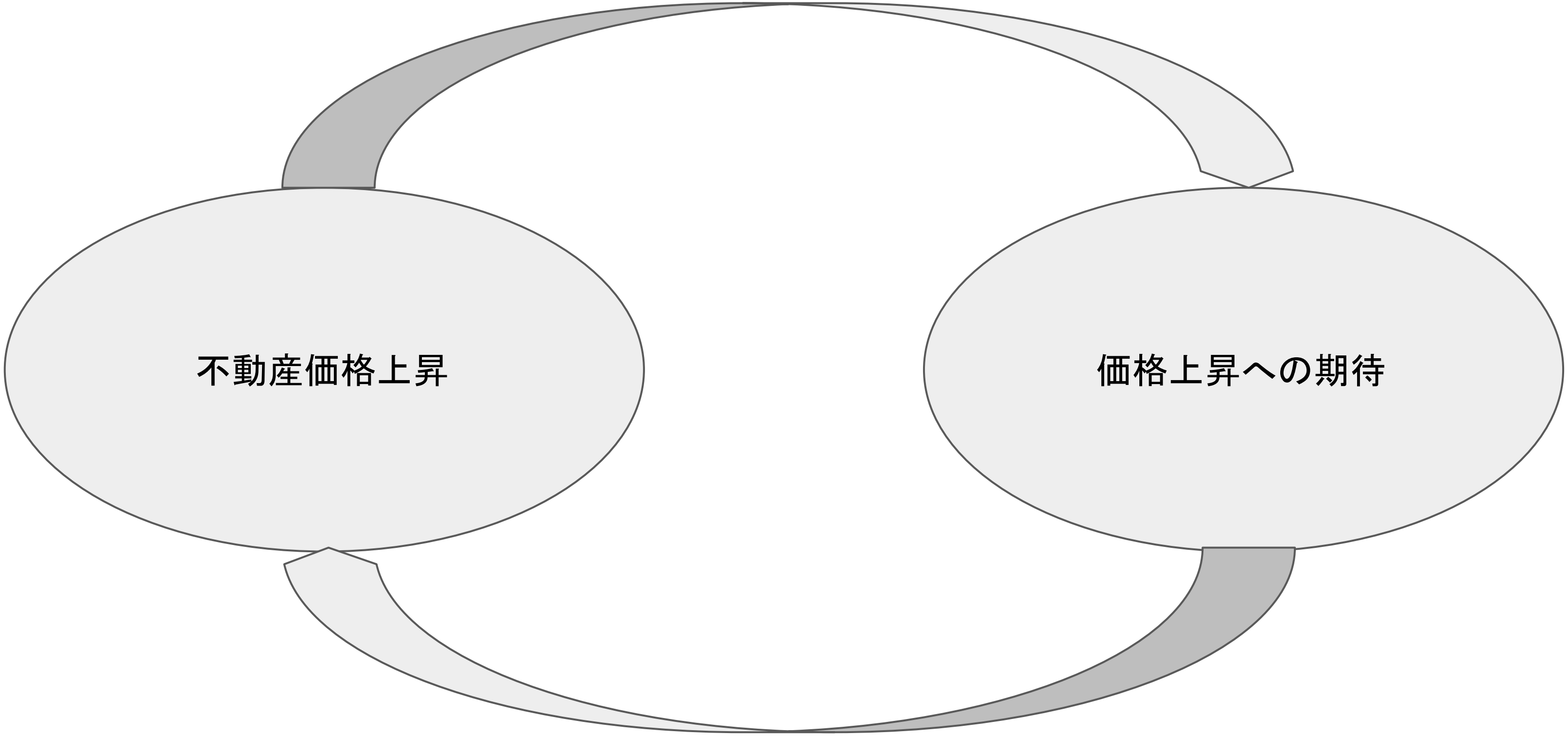
投資選択肢のなさ（株式市場と経済の乖離）



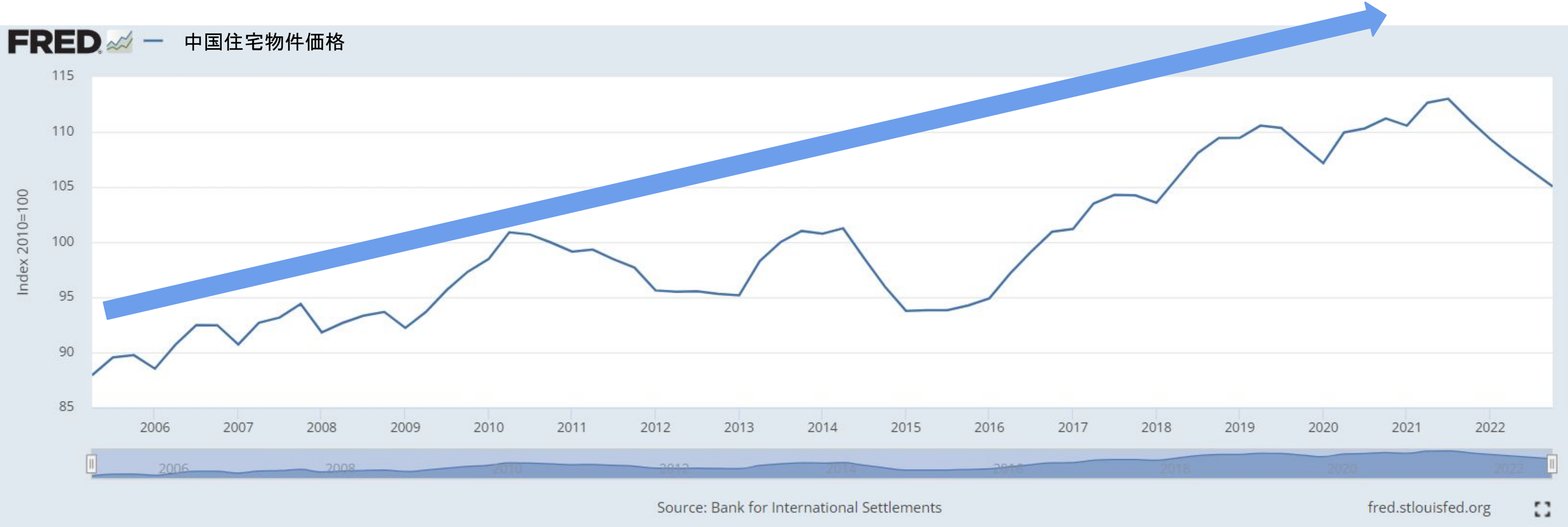


出典：P, Pham. What Is The Value Of China's Stock Market?. Forbes. Feb 22, 2018.
https://www.forbes.com/sites/peterpham/2018/02/22/what-is-the-value-of-chinas-stock-market/?sh=42f355876dd7

不動産バブルのスパイラル（ポジティブ・フィードバック）



値上がりが止まらない



出典：National sources, BIS Residential Property Price database, http://www.bis.org/statistics/pp.htm.

不動産バブルの弊害

１、実体経済の弱まり

２、腐敗・格差拡大

３、社会融資の吸収

実体経済への影響



中国鉱工業生産指数成長率
max
1y
5y
10y
area
January 1, 2001
May 1, 2023
Apply
Get this data
25
20
15
10
5
0
−5
1996
1998
2000
2002
2004
2006
2008
2010
2012
2014
2016
2018
2020
2022
Industrial Production Index: YoY: Monthly: China
SOURCE: WWW.CEICDATA.COM | CEIC Data

農業への影響



農民工の移転先			
			単位：%
	2017年	2018年	Δ
第一産業（農業）	0.5	0.4	0.1
第二産業（工業）	51.5	49.1	-2.4
製造業	29.9	27.9	-2.0
建築業	18.9	18.6	-0.3
第三産業（サービス業）	48.0	50.5	2.5
卸売・小売り	12.3	12.1	-0.2
物流	6.6	6.6	0.0
宿泊・飲食	6.2	6.7	0.5
日常サービス	11.3	12.2	0.9
公営事業・公共サービス	2.7	3.5	0.8
その他	8.9	9.4	0.5

腐敗･格差拡大:
2008年以降中国不動産価格の種類

中央政府機関(立法･行政･司法):住宅の実物分配

地方政府集金:低価格購入資格(市場価格より低い価格)

国土計画(土地利用計画)と関わる政府職員･公務員:低価格購入資格、不動産デベロッパーからのプレゼント(住宅)

一般人:市場価格

二種類価格の存在（価格双軌制）

1. 市場価格：文字通り、市場で販売する時の価格

2. 政府・都市開発担当者向け価格：不動産デベロッパーが政府から土地開発の許可を得るために、市場以下の価格で公務員や土地開発の審査員などへ事前販売する際の価格

政府向けの価格、最も低い場合は市場価格の1/25！



任志強（じんしきょう）は企業家、政治家、元中国共産党党員、元北京市政協委員

【珠江帝景】の130平方メートルの物件、月々の賃貸料は600元だけ！



万慶良（まんけいりょう）は政治家、元中国共産党党員、元広州市市委書記

萬慶良ネタの補足説明

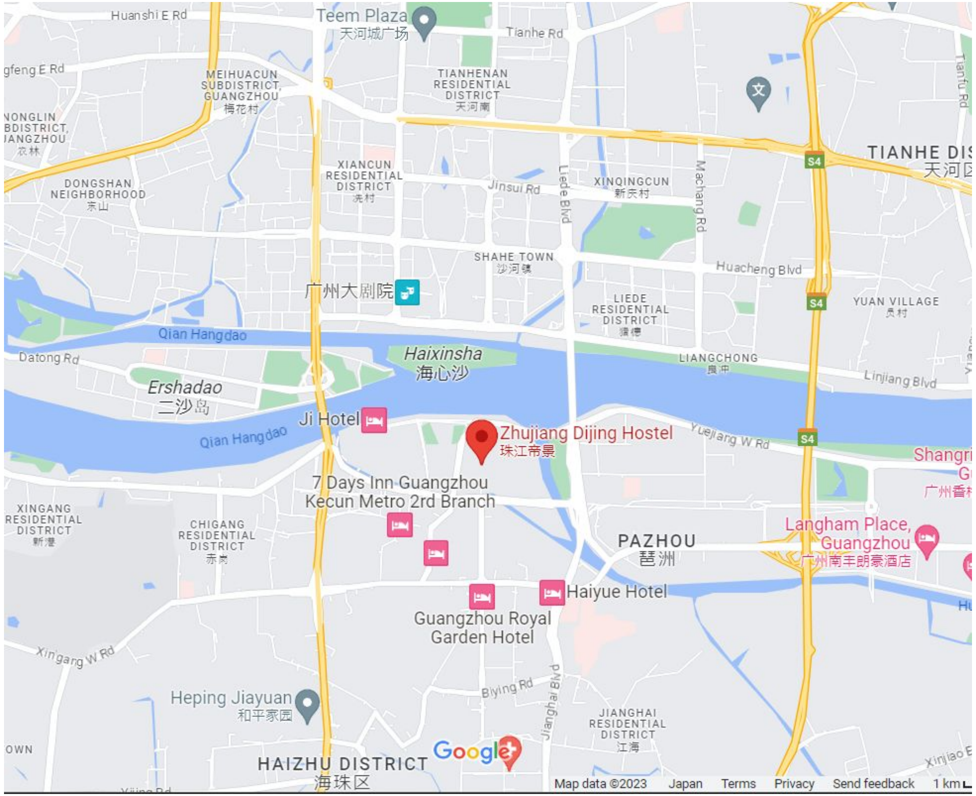
2011年初め、萬慶良は広東省の党大会で、メディアに「広州の住宅価格の高騰の中で、人々が幸せであるのかどうか」について話し、若者たちは考え方を変え、住宅購入への執着から賃貸へ意識を変えるべきだと述べた。

また、「わたしは、20年以上働いていたが、家を買わなかった！政府の寮に住み、【珠江帝景】の物件は 130平方メートルぐらい。毎月の家賃 **600元**（日本円10,000円あたり）の一部は、政府からの手当で支払っている」と言ってしまった。（ネットでネタにされてしまったところ）

【珠江帝景】は広州で有名な高級小区。当時、130平方メートルの部屋の家賃（市場価格）は少なくとも月 4000元（日本円80,000あたり）以上。

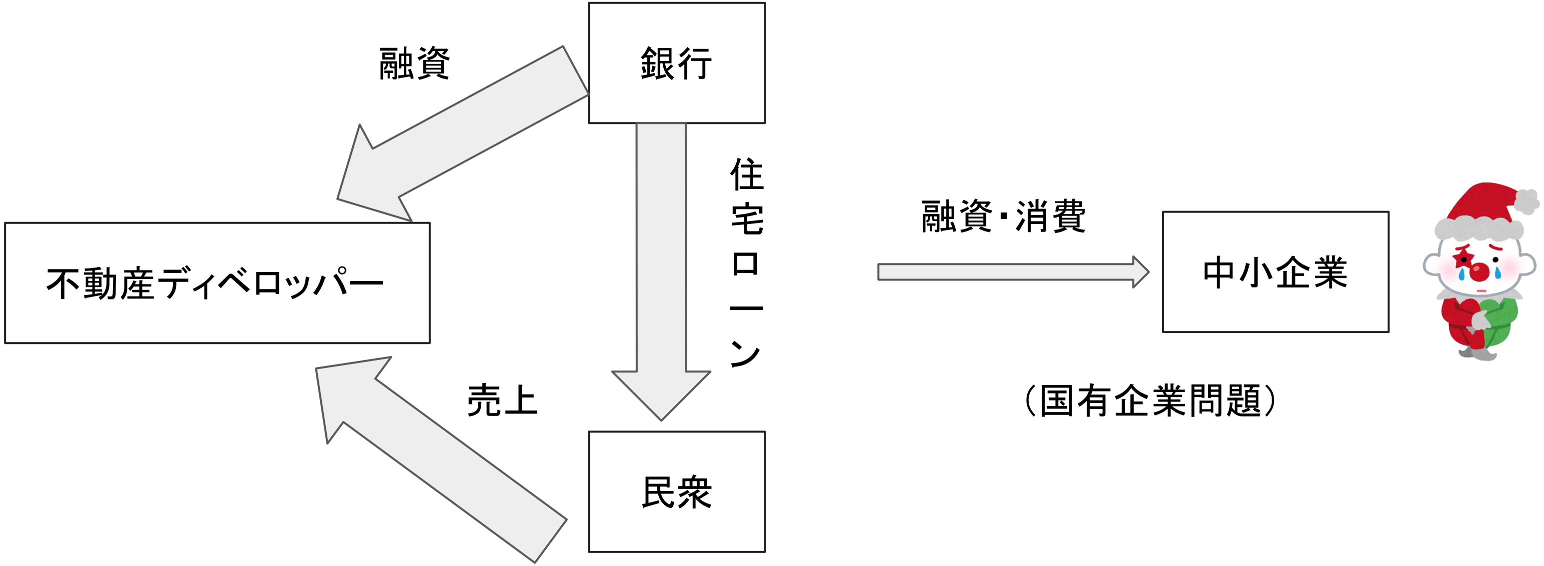
つまり、以上の発言は「ケーキを食べればいいじゃない」

【珠江帝景】


Teem Plaza
天河城广场
Tianhe Rd
Huanshi E Rd
TIANHENAN RESIDENTIAL DISTRICT
天河南
MEIHUACUN SUBDISTRICT, GUANGZHOU
梅花村
XIANCUN RESIDENTIAL DISTRICT
冼村
Jinsui Rd
Liede Blvd
XINQINGCUN
新庆村
Machang Rd
TIANHE DIS
天河区
DONGSHAN NEIGHBORHOOD
东山
SHAHE TOWN
Huacheng Blvd
广州大剧院
LIEDE RESIDENTIAL DISTRICT
猎德
YUAN VILLAGE
员村
Qian Hangdao
Haixinsha
海心沙
LIANGCHONG
Linjiang Blvd
Datong Rd
Ershadao
二沙岛
Ji Hotel
Zhujiang Dijing Hostel
珠江帝景
Yuejiang W Rd
Shangri
7 Days Inn Guangzhou Kecun Metro 2rd Branch
XINGANG RESIDENTIAL DISTRICT
新港
CHIGANG RESIDENTIAL DISTRICT
赤岗
PAZHOU
琶洲
Langham Place, Guangzhou
广州南丰朗豪酒店
Haiyue Hotel
Guangzhou Royal Garden Hotel
Xingang W Rd
Biying Rd
Heping Jiayuan
和平家园
JIANGHAI RESIDENTIAL DISTRICT
江海
HAIZHU DISTRICT
海珠区
Google
Map data ©2023
Japan
Terms
Privacy
Send feedback
1 km



社会融資の吸収



国有企業の不動産参入

sina 新浪财经　新浪财经 > 产经 > 正文　全景网络

国资委圈定地产主业央企16家 中国五矿等入列

http://www.sina.com.cn 2010年03月11日 08:32 全景网络－证券时报

圈定地产主业央企16家

国资委打响央企非主业资产整合"第二枪"

证券时报记者 尹振茂

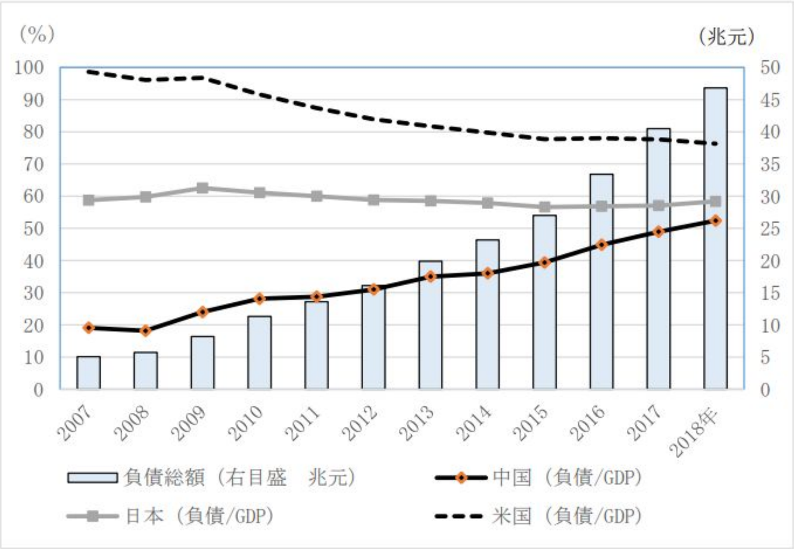
今年是央企重组收官年，国资委的整合目标正在从数量整合向专业化整合推进。继发出在酒店业进行央企非主业资产整合的信号弹之后，央企的非主业资产整合近期有望在地产行业展开。

出典：尹振茂. (2010). 国资委圈定地产主业央企16家 中国五矿等入列. 证券时报
http://web.archive.org/web/20100315194641/http://finance.sina.com.cn/chanjing/cyxw/20100311/08327543241.shtml

不動産を主力事業と認定された中央企業	
1.中国建筑工程总公司	9.中国冶金科工集团有限公司
2.中国房地产开发集团公司	10.中国五矿集团公司
3.中国保利集团公司	11.中国水利水电建设集团公司
4.华侨城集团公司	12.中国葛洲坝集团公司
5.中国铁路工程总公司	13.港中旅集团有限公司
6.中国铁道建筑总公司	14.招商局集团有限公司
7.中国中化集团公司	15.华润集团有限公司
8.中粮集团有限公司	16.南光集团有限公司

中国における家庭負債

図１　中国における家計負債の規模、負債率の推移



注）全国平均の一人あたり可処分所得は 2013 年より公表されるようになった。

出所）国家統計局、中国人民銀行、IMFGlobal Debt Database.

表１　家計の資産と負債の構造変化

	2015 年	2017 年
家計負債の世帯割合(%)	27.93	27.82
負債残高（万元）	3.5284	4.2325
持家（軒数）	1.1169	1.1373
純資産（万元）	75.3543	93.845
(1)経営負債（万元）	0.8862	0.9357
(2)住宅負債（万元）	2.1873	2.7347
(3)消費負債（万元）	0.1981	0.3800

出所）CHFS2015 年、 CHFS 2017 年よりパネルデータに基づく筆者らの推計である。家計サンプルサイズは２万 4,689 世帯である。

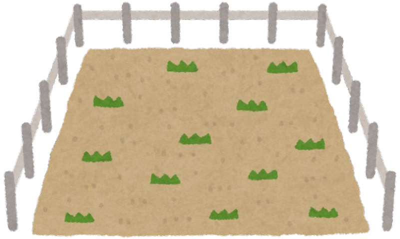
出典：唐・張 (2019, p. 3)
唐成・張誠 (2019). 金融リテラシーと中国の家庭の借入行動ーCHFSデータを用いた実証研究ー. Discussion Paper No. 322. INSTITUTE OF ECONOMIC RESEARCH. Chuo University.

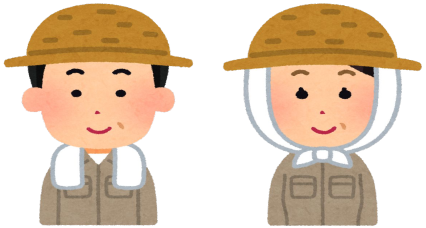
マクロ経済学視点からの解釈

相対的過剰人口（産業予備軍）

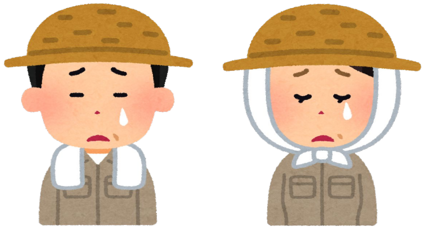
農村・農業部門よくあること（例）

必要労働者数：2





産業予備軍

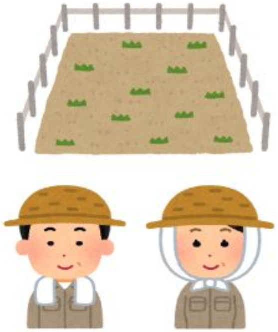


農業から工業･サービス業への移行

経済移行期

農村・農業部門よくあること（例）

必要労働者数：2



産業予備軍



わ～い給料貰える



中国不動産のパラドックス現象

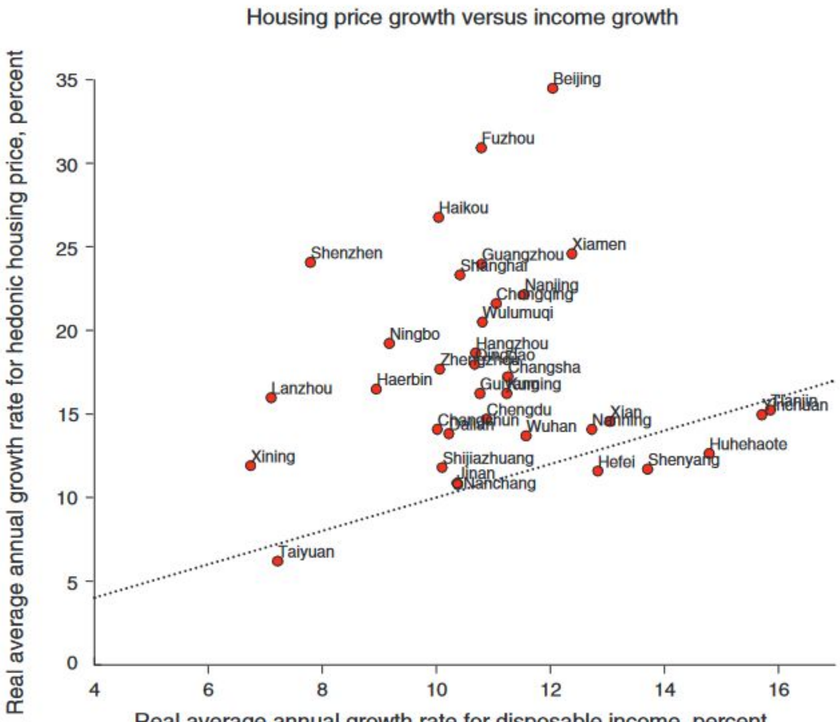
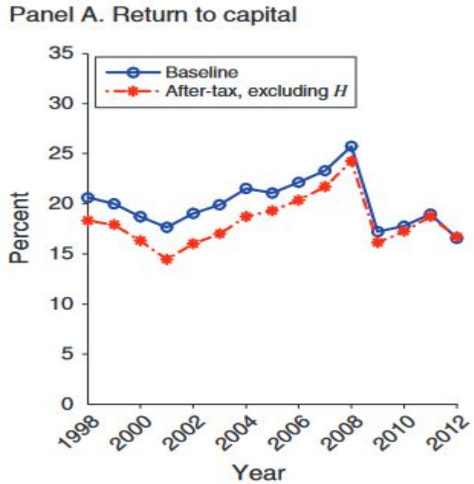


FIGURE 2. GROWTH RATE OF HOUSING PRICES AND AGGREGATE INCOME ACROSS 35 MAJOR CITIES IN CHINA (2006–2010)



CNN .co.jp

Topics | World | USA | Business | Tech | Entertainment | Travel | Photo | Video | Odd News | Style

> Business

空き室あふれる中国の「ゴーストタウン」、ドイツの全人口住める規模に

2021.10.15 Fri posted at 16:45 JST

不動産投資成長率と不動産価格成長率と正の関連性を持つ

TABLE 4—CORRELATION BETWEEN HOUSING PRICE GROWTH AND FIXED INVESTMENT GROWTH

	Nationwide	
Time	Real estate investment	Other investment
Current	0.5255	−0.3212
$t-1$	0.4765	−0.4046
$t-2$	0.4115	−0.4499
$t-3$	0.3320	−0.5025
$t-4$	0.2710	−0.5467
$t-5$	0.2025	−0.5438
$t-6$	0.1288	−0.5171

Source: The aggregate monthly housing price data are for January 2006 to December 2011 and from Wu, Deng, and Liu (2014). The corresponding monthly investment data are from the CSY (various issues). To remove seasonality, the growth rates for housing prices and investment are year-over-year growth rate at monthly frequency.

定義

成長バブル（Growing Bubble）：資本収益率が持続的に高いにもかかわらず、長期にわたって総所得よりもはるかに速く成長するバブル。

超過不動産価格成長（Excess Housing Price Growth）：住宅価格の成長率から総可処分所得の成長率を差し引いたものであり、地域間の民間企業が直面する資本収益率である。

SOE：国有企業

全要素生産性（Total Factor Productivity、TFP）：経済成長（GDP成長）を生み出す要因のひとつで、資本や労働といった量的な生産要素の増加以外の質的な成長要因のこと。技術進歩や生産の効率化などがTFPに該当する。

仮説

１、アントレプレナーや生産的企業は住宅市場に広く関与しており、中国の高い空室率の重要な決定要因となっている。

２、民間資本収益率は、中国の主要都市における住宅価格の過剰上昇を高度に予測する。

３、平均として、（住宅市場に投資する）国有企業の資本収益率は民間企業の資本収益率よりも低く、主要都市における住宅価格の超過上昇を予測する力は弱い。

エビデンス：仮説1

図3 都市部世帯の複数世帯所有率

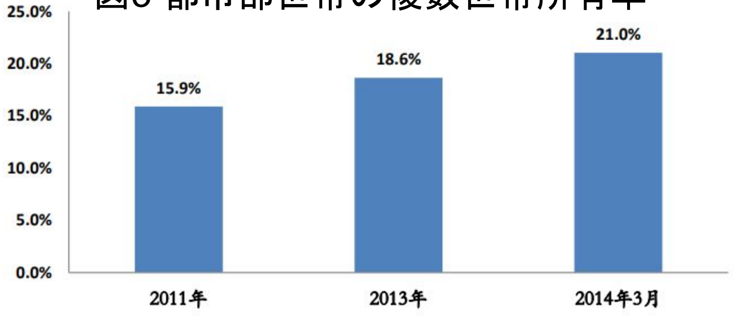


图 3　城镇家庭多套房拥有率

2.　高自有住房空置率

数据显示，2011 年我国城镇地区整体空置率为 20.6%，2013 年这一比例上升至 22.4%，上涨 1.8 个百分点。本报告中空置房屋包括两类：仅拥有一套住房家庭因外出务工等原因而空置的自有住房（简称为“人房分离”）；多套房家庭持有的，既未自己居住，也未出租的住房。

2.高い持ち家空室率
データによると、**中国都市部全体の空き家率は2011年に20.6%だったが、2013年には22.4%と1.8ポイント上昇した。** 本報告書では、空き家には2つのタイプが含まれる。1戸しか所有していない世帯が、出稼ぎなどで空き家になっている住宅（「住離」と呼ばれる）と、複数戸を所有している世帯が、自らも住まず賃貸もしていない住宅である。

追伸：
起業家は中国の都市人口の17%を占め、空き家を保有するという条件付きでは、住宅所有者の25%が起業家である(Chen & Wen, 2017, p. 81)。

出典：
中国家庭金融调查. (2014).城镇住房空置率及住房市场发展趋势(简要版) p. 3
https://chfs.swufe.edu.cn/info/1031/1472.htm

エビデンス：仮説2

TABLE 1—EXCESS HOUSING PRICE GROWTH AND CAPITAL RETURNS

Variable	(1)	(2)	(3)
Private capital returns	0.8153		0.7101
	(0.1725)		(0.1737)
SOE capital returns		0.7573	0.5091
		(0.2676)	(0.2124)
Observations	139	139	139
R^2	0.2349	0.1111	0.2819

Notes: Numbers in parentheses are standard errors. This table reports the results from our fixed effects panel regression with excess housing price growth as the dependent variable and private and/or SOE capital returns as the independent variables. The estimation uses the robust or sandwich estimator of variance. The data are a balanced panel covering 35 major cities in China between 2006:I and 2010:IV.

Source: The data for the housing prices are from Wu, Deng, and Liu (2014); the data for disposable income growth are from NBSC Statistical Communiqués (various issues); and the data for capital returns are from the various issues of China Statistical Yearbook (CSY).

エビデンス：仮説3

TABLE 3—RETURNS TO CAPITAL AND OWNERSHIP STRUCTURE

Variable	Measure 1 (1)	Measure 2 (2)	Measure 3 (3)
State ownership	−1.02734	−0.13056	−0.49989
	(−9.32)	(−1.64)	(−8.98)
Observations	10,957	10,957	10,957
R^2	0.2573	0.2521	0.2547

Notes: This table reports the estimated coefficient in a regression of returns to capital against three measures of state ownership and four one-digit industry dummies. Measure 1 is the state-owned stock share; measures 2 and 3 are state-ownership dummies with the value 1 if a firm's state-owned stock share exceeds 50 percent and 25 percent, respectively.

政府がバブルを破らない理由の一つ

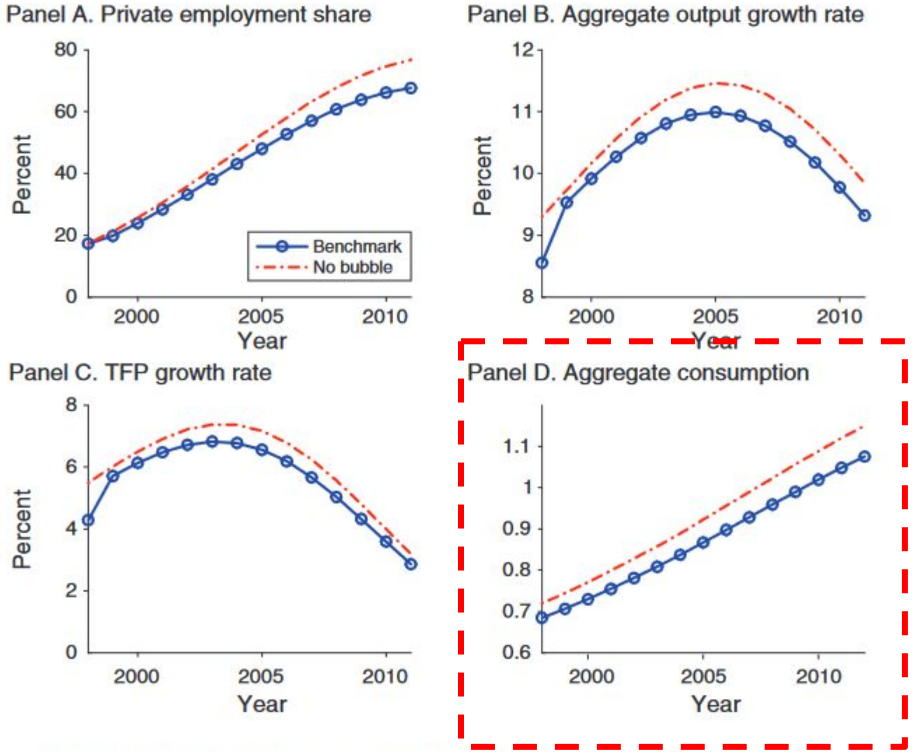


Figure 8. The Welfare Effects of Housing Bubbles in the Calibrated Economy

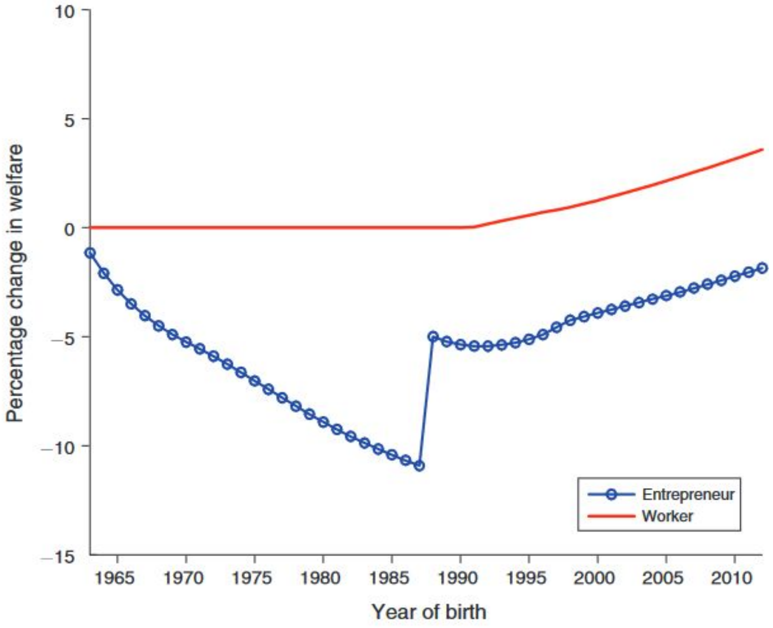


Figure 9. Welfare Effects of a Housing Bubble Bursting in 2012

参考文献リスト

Chen, K., & Wen, Y. (2017). The Great Housing Boom of China. *American Economic Journal: Macroeconomics*, *9*(2), 73–114. https://doi.org/10.1257/mac.20140234

Song, Z., Storesletten, K., & Zilibotti, F. (2011). Growing Like China. *American Economic Review*, *101*(1), 196–233. https://doi.org/10.1257/aer.101.1.196

Samuelson, P. (1958). An Exact Consumption-loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money. *Journal of Political Economy, 66*, 467-482.

Tirole, J., 1985, Asset Bubbles and Overlapping Generations, *Econometrica*, *53*(6), 1499-1528.

不動産購入者のインタビュー

インタビュー　対象1

Rさん

在住：広東省広州市

不動産購入回数：8+3（自宅）

購入時期：2000年（自宅）、2015年頃

不動産購入目的：投資、お客様との関係維持、家賃収入、自宅

インタビュー　対象2

Kさん（夫婦二人）

在住：浙江省紹興市（現日本移住、山西省出身）

不動産購入回数：2

購入目的：マイホームの夢（一回目）、子どもの進学（二回目）

半構造化インタビュー

2つの質問項目：

１、あなたの事業・会社の成り立ちを簡単に説明してください。

２、当時はなぜ不動産を購入すると考えたのか、その理由を教えてください。

時間：一人つづ1時間ぐらい

不動産購入理由　Rさん

「これ（不動産購入）は理財だ」

「商売するのはお金儲かるが、不安定だ。不動産のほうが安定で、商売より面倒くさくない」

「俺の工場知ってるでしょう、消防や環境評価、うるさいよ」

「たくさんの人にとって、不動産を持たないと面子がない、または、結婚相手・結婚相手の親に舐められてしまう（もう一人共通の友達の話）」

「多くの人、表には出さないけど、実際、結婚願望を持っている」

Kさん

一個目の物件

「当時私達だけもらえてなかった（計画経済時代、住宅の実物分配）。悔しいから、自分で頑張って買うしかない。私達の夢だった」

「当時みんな南下する。」

「私達、実は杭州に行きたかった。一人っ子政策違反で拒否された。（一人っ子政策を守っていない人は杭州へ戸籍を移すことできなかったらしい）」

二個目の物件

「子どもの進学のためさ、わたし当時、鋭くその学区房を狙った」

まとめ

中国不動産価格高騰し続ける理由

土地出譲金の高騰（地方政府の願望）

戸籍制度

教育不平等

投資選択肢のなさ

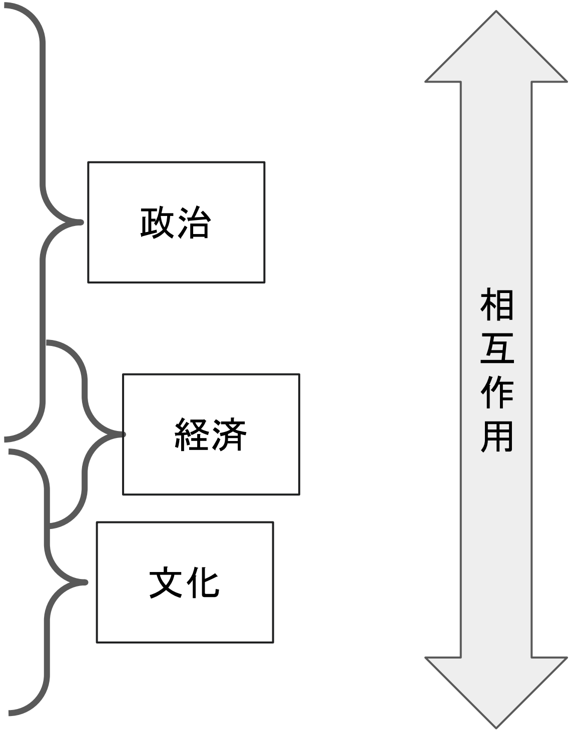
量的緩和緩和政策（金融システム）

経済移行期の影響

人口の多さ⇨需要が高い

ポジティブ・フィードバック

風習・伝統的な思想



私見

儲けるためにどこの不動産を狙うべきか？

中国限定の場合（2023年現在）:

大都市（１線、２線都市）

世界的に:

経済移行期の地域

中国の終わりを楽しみにしている



ビジネス　2023年8月8日 / 3:45 午後 / 3日前更新

中国不動産開発の碧桂園、ドル建て債2本の利払いできず

ロイター編集　　1 分で読む

［香港　８日　ロイター］ - 中国の不動産開発大手、碧桂園は８日、今月６日が期日だったドル建て債２本の利払い（総額２２５０万ドル）を履行できなかったと表明した。

